

Unternehmenskontrolle (Corporate Governance)

– Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema –

Hopt, Klaus J.

Veröffentlicht in:
Jahrbuch 2000 der Braunschweigischen
Wissenschaftlichen Gesellschaft, S.165-182



J. Cramer Verlag, Braunschweig

KLAUS J. HOPT, Hamburg

Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) – Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema –

es ist für mich eine hohe Ehre und eine ganz besondere Freude, von der Braunschweigischen Wissenschaftlichen Gesellschaft die Carl-Friedrich-Gauss-Medaille 2000 verliehen zu erhalten. Ich möchte mich dafür bei allen, die dazu durch Vorschlag, Diskussion und Beschlußfassung beigetragen haben, sehr herzlich bedanken und statte diesen Dank – juristisch korrekt, wie das sich für einem Juristen gehört – stellvertretend für alle dem Organ dieser Gesellschaft, Herrn Präsidenten Joachim Klein, ab. Die Nachricht von dieser mir zugedachten Auszeichnung, die mir Herr Kollege Thieme überbracht hat, kam für mich völlig überraschend. Schon eine Ehrung aus der eigenen Disziplin ist etwas Besonderes. Aber als Jurist, auch als interdisziplinär offener, ganz unerwartet mit der Jahresmedaille einer Wissenschaftlichen Gesellschaft ausgezeichnet zu werden, die unter ihre ordentliche Mitglieder Mathematiker und Naturwissenschaftler, Ingenieurwissenschaftler und Geisteswissenschaftler zählt, ist großartig. Wenn das auch noch in einem so schönen Rahmen geschieht, wie ihn die Dornse im Altstadtrathaus der Stadt Braunschweig zu bieten hat, und vor allem nach einer Laudatio von Herrn Kollegen Kühne, in der ich mich kaum wiederzuerkennen getraut habe, so ist das vollends unvergeßlich – für mich selbst und für meine liebe Frau, die an den Mühen und Freuden eines wissenschaftlichen Lebens dreißig Jahre lang ihren Anteil hatte.

I.

1. Sie werden sich, selbst wenn Sie Juristen sind, bei der Ankündigung des Themas gefragt haben, was mit Unternehmenskontrolle gemeint ist und warum bei der Ankündigung auch noch in Klammern der englische Begriff „corporate governance“ genannt worden ist. Diese Frage ist berechtigt, findet sich doch der Begriff Unternehmenskontrolle bisher weder in deutschen Gesetzen noch in deutschen juristischen Lehrbüchern. Und doch beginnt sich unter diesem Namen, und zwar unter dem englischen, ein neues Forschungsgebiet abzuzeichnen, das sich die Juristen mit Vertretern anderer Disziplinen – Wirtschafts-, Sozial- und auch Geschichtswissenschaftlern – teilen und das sie alle über die nationalen Grenzen hinausführt. Der Begriff ist, um es gleich zu sagen, ebenso unscharf wie die Reichweite des Forschungsgebiets. Konsens besteht nur über den Kernbereich, nämlich daß es bei der corporate governance um die Beziehung zwischen den Eigenkapitalgebern, also den Aktionären, und der Unternehmensverwaltung, also in Deutschland Vorstand und Aufsichtsrat, geht. So ist das auch beispielsweise in dem Bericht einer

* Vortrag anläßlich der Verleihung der Gauss-Medaille durch die Braunschweigische Wissenschaftliche Gesellschaft am 09. Juni 2000 in Braunschweig.

Beratergruppe der OECD zur corporate governance ausgedrückt¹. Amerikaner engen Begriff und Gebiet eben darauf ein. Corporate governance ist dann – so eine US-amerikanische Definition – „der Prozeß der Kontrolle und der Verwaltung des Vermögens und der Mitarbeiter einer Aktiengesellschaft im Interesse der Eigentümer der Gesellschaft“².

Das klingt sehr abstrakt. Adam Smith, der berühmte Nationalökonom, hat das Problem, das es zu erkennen und zu regeln gilt, schon 1776 weit anschaulicher beschrieben. In seiner Schrift über „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“ lesen wir über die Aktiengesellschaften (public companies):

„The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.“³

Eben darum geht es, nämlich die Verwaltung einer Aktiengesellschaft dazu anzuhalten, das Unternehmen sorgfältig und uneigennützig zu führen. Diese Kernfrage hat seit jeher den Aktienrechtsgesetzgeber und die Aktienrechtswissenschaft beschäftigt, und wir haben dazu nach vielen anderen Anläufen im In- und Ausland einen neuen, aber doch im guten Sinne konservativen Lösungsversuch in unserem 1998 reformierten Aktiengesetz. Aber auch die Wirtschafts- und Sozialwissenschaften stellen sich heute dieselbe Frage, wie nämlich die institutionellen, ökonomischen und sozialen Arrangements in einer Wirtschaft bzw. Gesellschaft aussehen müssen, damit die sogenannten principals (also die Aktionäre bzw. die wirtschaftlichen Eigentümer) von ihren agents (also den Managern bzw. Treuhändern) nicht hintergangen werden.

Diese aktienrechtliche principle agent-Beziehung ist gewiß auch ein theoretisches Problem, aber beileibe nicht nur ein solches. Die Aktienrechtsgeschichte ist reich an Beispielen für Mißbräuche, persönliche Bereicherung und Willkür⁴. Zu den berüchtigten Fälle gehört etwa in Frankreich der der Compagnie des Indes, auch Mississippi-Gesellschaft genannt. Seit 1720 unter der Leitung von John Law, der die Inhaberaktie erfunden haben soll, steuerte sie trotz königlicher Beteiligung infolge übermäßiger Spekulation und nach maßlosen Aktienemissionen in den großen Börsenkrach von 1720, der nahezu zum Staatsbankrott Frankreichs geführt hat. In England wurden solche unsolide geführten Gesellschaften bubbles genannt, Seifenblasen. Der verheerendste Kurssturz, von dem sich England über ein halbes Jahrhundert nicht mehr erholte, erfolgte im sogenannten South Sea

¹ Z.B. OECD, Corporate Governance: Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Kapitalbeschaffung auf globalen Märkten, Ein Bericht der Beratergruppe für Wirtschaft in Corporate Governance-Fragen an die OECD (Vorsitzender: MILLSTEIN), Paris, April 1998, S. 13, RZ3.

² Z.B. HESS, Corporate Governance – zum Stand der Diskussion in den Vereinigten Staaten, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider/, Hrsg., Corporate Governance, Köln 1996, S. 9,10.

³ ADAM SMITH, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Book 5, Ch. 1.3.1.2, 5th ed., London 1789

⁴ Nachweise bei HOPT, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 15 ff.

Bubble, in dem die Aktien der Südsee-Compagnie von über 1.000 im Juni 1720 auf 390 im Juli und zu Ende 1720 bis auf 125 fielen. Das Gesetz, mit dem das Parlament auf dem Höhepunkt dieses Booms 1720 einschritt, wurde der Bubble Act, Seifenblasengesetz, genannt. Die Reihe der Beispiele ließe sich unschwer bis in unsere Tage fortführen. Wer denkt hier nicht an den Neuen Markt, aber auch an den Sturz vieler anderer Aktien der new economy weltweit!

Immer war es so, daß der Gesetzgeber erst auf Mißbräuche und Skandale reagierte und dann oft über- oder sonst fehlreagierte. So waren Vorfälle wie Metallgesellschaft, die Devisenspekulation bei VW, die Ölspekulation bei Klöckner & Co. und die Sanierung bei KHD – nach manchen auch Balsam/Procedo und Jürgen Schneider – Auslöser der deutschen Aktienrechtsreform 1998 mit ihren Schwerpunkten auf der Reform des Aufsichtsrates und der Rolle der Wirtschaftsprüfer.⁵ Auf Juristendeutsch heißt diese Reform „KonTraG“, Gesetz zur Kontrolle und zur Transparenz im Unternehmensbereich“.

2. Was aber haben Ökonomen und Sozialwissenschaftler mit solchen Aktienrechtsproblemen zu tun? Ist das keine genuine Domäne des Gesetzgebers und der Juristen? Man könnte sich die Antwort leicht machen und darauf verweisen, daß sich schon Adam Smith für diese Zusammenhänge interessiert hat oder daß etwa die law and economics-Bewegung, die heute an den US-amerikanischen Spitzenuniversitäten und in vielen anderen westlichen Industriestaaten die traditionell deutsche, rechtswissenschaftliche Dogmatik zurückgedrängt hat, die Bedingungen des Rechts und seiner Wirkungen ökonomisch hinterfragt.

Man kann die Gründe aber auch aus der Entwicklung der Fragestellung der Unternehmenskontrolle selbst heraus plausibel machen. In den Anfängen der corporate governance-Diskussion in den USA war das Augenmerk tatsächlich ganz auf die richtige Regelung der Binnenverhältnisse der Aktiengesellschaft (corporation) gerichtet. Es ging vor allem um die Stellung, Pflichten und Haftung der Leiter dieser Gesellschaften. Die Sichtweise hat sich in der heutigen, internationalen Diskussion über Unternehmensführung als zu sehr auf US-amerikanische Verhältnisse zugeschnitten und für Europa, insbesondere Kontinentaleuropa, wo andere Marktverhältnisse herrschen, als zu eng erwiesen. Unterschieden wird vielmehr heute zwischen einer internen Unternehmenskontrolle, auf die nach wie vor das erste Blick der Forscher und Reformer gerichtet bleibt, und der externen Unternehmenskontrolle. Man spricht auch von insider and outsider control system.⁶ Die Sichtweise soll, obschon sehr vereinfachend, auch im folgenden zugrundegelegt werden: also Innenkontrolle und Außenkontrolle. Selbst wenn es nun so wäre, daß die Juristen mit der Innenkontrolle als Unternehmensverfassung noch einigermaßen zurechtkämen, ist spätestens das Problem der Außenkontrolle ohne Ökonomen nicht mehr zu bewältigen.

⁵ PELTZER, Corporate Governance aus der Sicht der deutschen Reformdiskussion in: HOMMELHOFF/ROWEDDER/ÜLMER, Hrsg., Max Hachenburg, Dritte Gedächtnisvorlesung 1998, Heidelberg 2000, S. 49 (50).

⁶ FRANKS/MAYER, Ownership and Control, in: Siebert, ed., Trends in Business Organisation: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness, Tübingen 1995, p. 171-184.

Denn es geht dann – so die moderne, weitere Beschreibung der corporate governance – um „die Gesamtheit der wichtigen Sachverhalte, die bestimmen oder beeinflussen, wie in Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden“.⁷ Zu diesen letzteren gehören für das deutsche System so wichtige Sachverhalte wie der Einfluß der deutschen Universalbanken auf die großen Aktiengesellschaften (in der politischen Diskussion vulgo Macht der Banken) oder die im internationalen Vergleich noch viel zu geringe Rolle der Unternehmenskontrolle durch die Disziplin der Kapitalmärkte. Nicht nur Insider denken hier an die feindlichen Übernahmeangebote, die im Fall Vodafone/Mannesmann 1999/2000 zum ersten Mal spektakulär auch in Deutschland Realität geworden sind. Sie werden – eine für manche deutsche Unternehmen und viele deutsche Gewerkschaften unangenehme Wahrheit – künftig nicht mehr wegzudenken sein.⁸

Noch ein wichtiger weiterer Zusammenhang ist zu erwähnen. Die richtige Unternehmenskontrolle ist Teil der Wirtschaft eines Landes und steht zusammen mit dieser in einem europäischen und internationalen, nicht selten auch schon globalen Wettbewerb. Moderne Industriestaaten konkurrieren nämlich nicht nur mit Produkten und Dienstleistungen und – wenn diese nicht ausgesperrt werden wie nach der EG-Entsenderichtlinie oder unserem Entsendegesetz – auch mit günstigeren Arbeitskräften. Auch bei den institutionellen Arrangements geht es um Standortfaktoren und Standortwettbewerb. Das führt zu der in den USA und inzwischen auch bei uns hoch kontrovers diskutierten Frage des Systemwettbewerbs und des Wettbewerbs der Gesetzgeber und Normsetzer. Diese Einsicht ist für den Forschungsgegenstand der Unternehmenskontrolle aus zwei Gründen besonders wichtig, ökonomisch, aber auch und gerade rechtsvergleichend. Beschränkt sich der Blick auf das jeweilige nationale Aktienrecht, wie das die Rechtsdogmatik, aber, wie man zugeben muß, auch die Rechtsvergleichung herkömmlich getan haben, kommt man im internationalen Vergleich und erst recht als Gesetzgeber einer Aktienrechtsreform leicht zu einem bestimmten aktienrechtlichen Urteil über das gute oder nicht so gute Funktionieren des jeweiligen Systems der Unternehmensleitung und Aufsichtsratskontrolle. Dieses Urteil mag jedoch ganz falsch sein, weil die Durchsetzungsmechanismen, das Gerichtssystem und eben die unternehmensexternen Kontrollmechanismen ausgeblendet worden sind. Diese mögen die Realität der Unternehmenskontrolle im Ergebnis ganz anders aussehen lassen. Die Folge dieses Systemwettbewerbs ist, daß es etwa auf dem Gebiet des Gesellschafts- und des Kapitalmarktrechts zu einer von den Finanzmärkten selbst getriebenen Annäherung der Rechtsordnungen der verschiedenen Länder kommt, auch wenn einzelne, historisch gewachsene Besonderheiten – ein Beispiel mag die deutsche Arbeitnehmer-

⁷ So R.H. SCHMIDT, Unternehmenskontrolle in Deutschland, Korreferat, in: GAHLEN/HESSE/RAMSER, Hrsg., Finanzmärkte, Tübingen 1997, S. 15, 16.

⁸ Das hat sich um die Jahreswende 2000/2001 bei dem Übernahmeangebot des Immobilienkonzerns WCM an die Aktionäre des Duisburger Klöckner-Konzerns gezeigt. Die Vorstände empfahlen den Aktionären zunächst die Ablehnung des Angebots, nach Nachbesserung dann – wie bei Mannesmann – die Annahme. Das zeigt zugleich, daß die Unterscheidung zwischen freundlichen und einer feindlichen Übernahme fließend ist.

mitbestimmung in den Aufsichtsräten sein – sich länger oder sogar dauerhaft behaupten. Man spricht insoweit in der modernen Theorie von Pfadabhängigkeit.⁹

Bevor ich Ihnen die Innenkontrolle und die Außenkontrolle bei der corporate governance an einigen Beispielen zu verdeutlichen suche, seien noch ein paar Worte zur Entwicklung dieses neuen, internationalen und interdisziplinären Forschungsgebiets gesagt.¹⁰ Unternehmenskontrolle kommt – wie heute vieles andere Kulturelle und Unkulturelle¹¹ – als Begriff und Problemkreis aus den USA. Von dort hat sie einen wahren Siegeslauf durch die modernen Industriestaaten der neuen und alten Welt angetreten. In einem 1997 erschienenen Band ist nur das Allerwichtigste zusammengestellt¹²: Dokumente aus sieben Ländern, von den USA und Canada über England, Frankreich, Belgien und die Niederlande bis zu uns. Beiträge und Forschungsprojekte zu dem Thema gibt es mittlerweile in der ganzen Welt¹³, unter anderem in Großbritannien, Skandinavien, der Schweiz, den Commonwealth-Ländern, Frankreich (dort puristisch, *vivent la langue et la civilisation*

⁹ Überlegungen zum Einfluß der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und Ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law and civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht finden sich bei HOPT. Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? ZGR 2000, 779.

¹⁰ Die folgenden Bemerkungen zur internationalen Entwicklung des Gebiets und zur Rezeption in Deutschland finden sich, näher ausgeführt, in: HOPT, Corporate Governance: Aufsichtsrat oder Markt? Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema. in: Hommelhoff/Rowedder/Ulmer, Hrsg., Max Hachenburg, Dritte Gedächtnisvorlesung 1998, Heidelberg 2000, S. 5-47.

¹¹ Vgl. WIEGAND, The Reception of American Law in Europe, 39 Am.J.Comp.L. 229 (1991); ZIMMERMANN, Amerikanische Rechtskultur und europäisches Privatrecht: Impressionen aus der Neuen Welt, Hrsg., Tübingen 1995. Allgemeiner GUERLAIN, The Ironies and Dilemmas of America's Cultural Dominance: A Transcultural Approach, American Studies International, Washington D.C. 35 (1997) Nr. 2 (June) p. 30.

¹² HOPT/WYMEERSCH, eds., Comparative Corporate Governance – Essays and Materials – Berlin/New York 1997; dazu ZIMMER, ZEuP 1999, 395.

¹³ Eine internationale und interdisziplinäre Literaturauswahl findet sich in HOPT/KANDA/ROE/WYMEERSCH/PRIGGE, eds., Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research –, Oxford 1998, p. 1201-1210. Zu Frankreich siehe die Literaturschau: Le gouvernement des entreprises, Bibliographie thématique, Revue des sociétés 1998, 460 et s. Bis auf einen (deutschen) Beitrag nur englischsprachige Beiträge weist aus ROE, Comparative Corporate Governance, in: PETER NEWMAN, ed., The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law, London/New York 1998, p. 339 at 345-346. Dieses Letztere ist ein aus anderen Wissenschaftsbereichen, vor allem den Naturwissenschaften, schon lange bekanntes Phänomen: Deutsch beginnt inzwischen jedoch auch in den Geisteswissenschaften seinen Charakter als internationale Wissenschaftssprache zu verlieren. Die Alexander von Humboldt-Stiftung versucht durch spezielle Stipendienprogramme, z.B. für japanische Juristen, gegenzusteuern. Für die Rechtswissenschaft bedeutet das schon heute, daß ein auf Deutsch geschriebener Beitrag über den deutschen Sprachraum hinaus, vor allem in den USA, England und Frankreich, kaum mehr Beachtung findet und, will man sich damit nicht abfinden, mehrere Sprachmärkte, mindestens jedoch der englische, bedient werden müssen.

françaises: le gouvernement de l'entreprise genannt), in Japan¹⁴ und zuletzt auch in den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas¹⁵. 1993 ist eine eigene internationale, englischsprachige Zeitschrift „Corporate Governance“ (Hongkong) begonnen worden, und seit 1995 gibt es ein European Corporate Governance Network mit Sitz in Brüssel, das die internationalen, vor allem wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsaktivitäten über corporate governance bündeln will und unter anderem die Beratung der Europäischen Kommission zum Ziel hat¹⁶. Es wird sich demnächst unter eigener Rechtsform organisieren. Die OECD hat 1999 nach britischem Vorbild (zuerst: Cadbury Report) eigene Grundsätze der Unternehmenskontrolle vorgestellt¹⁷ und will damit vor allem auch in anderen als den westlichen Industriestaaten Standards setzen. Inzwischen ist Unternehmenskontrolle sogar für die Praxis in Börsen, Banken, Industrieverbänden und sogar Parlamenten verschiedenster Länder zu einem Thema geworden, mit dem zu beschäftigen sich zu lohnen scheint oder das man sich offenbar nicht länger zu vernachlässigen getraut. Das wollen manche als bloße Mode abtun, die es natürlich auch in Wissenschaft und Gesetzgebung gibt. Aber die Erklärung aus dem bereits genannten Phänomen des Systemwettbewerbs erscheint mir plausibler.

Die Rezeption der internationalen Diskussion über die Unternehmenskontrolle in Deutschland verlief demgegenüber erstaunlich langsam. Es gab zwar einige wenige, frühe, in Deutschland erschienene, aber englischsprachige Publikationen¹⁸. In der deutschen juristischen Fachliteratur, die dogmatisch, nicht funktional interessiert war¹⁹, fanden sie jedoch wenig Beachtung. Das Thema ist erst im Zusammenhang mit der Aufsichtsratsreform aufgegriffen worden. Auch dazu verlief jedoch die juristische Diskussion weitgehend traditionell, das heißt bezogen auf die konkurrierenden Reformentwürfe der Regierung (das spätere Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, sogenanntes KonTraG) und der Opposition und ohne den Begriff der corporate governance. Die Perspektive der Unternehmenskontrolle erschien nicht von ungefähr zuerst in wirtschaftswissenschaftlichen Beiträgen, und zwar auf einer Tagung der Schmalenbach-Ge-

¹⁴ BAUM, Zur Diskussion über vergleichende Corporate Governance mit Japan, Festgabe für Drobnič, *RabelsZ* 62 (1998) 740; Zuletzt ODA, Recent Development in Corporate Governance in Japan, *Zeitschrift für Japanisches Recht* 5 (2000) 187.

¹⁵ FRYDMAN/GRAY/RAPACZYNSKI, eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, 2 vols., Budapest et al. 1996.

¹⁶ EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (ECGN), c/o MARCO BRECHT, Solvay Business School and ECARE, Université Libre de Bruxelles, Av. F.D. Roosevelt 21, 1050 Brussels, Belgium.

¹⁷ OEDC, Grundsätze der Corporate Governance, Paris 1999, Abgeruckt und eingeleitet von SEIBERT, *AG* 1999, 340.

¹⁸ Unter anderem HOPT/TEUBNER, eds., *Corporate Governance and Directors' Liabilities – Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility*, Berlin/New York 1985; BAUMS/BUXBAUM/HOPT, eds., *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin/New York 1994.

¹⁹ Die andere Rechtskultur in den USA zeigt sich in der anderen, abwertenden Bedeutung von „dogmatic“, was nicht heißt, daß es nicht in den USA gute Dogmatik gäbe.

sellschaft²⁰ 1995 und in einem deutschen ökonomischen Gutachten für die japanische Regierung²¹. In der Rechtswissenschaft wurde sie erst mit dem Heidelberger amerikanisch-deutschen Kolloquium 1995/1996 einem breiteren Fachpublikum bekannt²². Ab April 1995, meinem Amtsantritt am Hamburger Max-Planck-Institut, begann ich dort ein interdisziplinäres Symposium über Comparative Corporate Governance mit Juristen, Ökonomen und Historikern vorzubereiten. Es wurde nach zweijährigem Vorlauf im Mai 1997 abgehalten. Es ging uns darum, den internationalen Stand und die zahlreichen neuen Ansätze der Forschung zur Unternehmenskontrolle in der Triade USA-Europa-Japan zu ermitteln und die in den verschiedenen Ländern und Disziplinen tätigen Forscher ins Gespräch zu bringen. Das ist in dem im Herbst 1998 bei Oxford University Press erschienenen, großen Band „Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research“ dokumentiert²³. Daß der Verlag zu seiner und unserer großen Überraschung weltweit über 800 Exemplare abgesetzt hat, zeigt das enorme Interesse an dieser Fragestellung. Fragen der Unternehmenskontrolle wurden auch auf den Symposien der beiden großen deutschen Archivzeitschriften für Handels-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, der Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) Anfang 1995 und 1997 und der Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) im Januar 1998 diskutiert. Auf den beiden ersteren ging es unter anderem um die Aufsichtsratsreform und den Aufsichtsrat im Konzern²⁴, um die stock options und andere neue Formen der Beteiligung von Führungskräften am Grundkapital der Aktiengesellschaften sowie um öffentliche Übernahmeangebote²⁵. Das ZGR-Symposium behandelte die Verantwortung und Kontrolle der Geschäftsleiter und dabei unter anderem die Leitungssorgfalt und Leitungskontrolle in der Unternehmensgruppe²⁶. Die bereits erwähnte Aufsichtsrats- und Wirtschaftsprüferreform durch das KonTraG ist mehrfach unter dem Aspekt der Unternehmenskontrolle gewürdigt worden²⁷. Vor wenigen Monaten sind auch in Deutschland „Corporate Governance-Grundsätze“ einer (privaten) deutschen Grundsatzkommission Corporate Governance veröffentlicht worden²⁸, die dem deutschen Nachholbedarf an sol-

²⁰ PICOT, Hrsg., Corporate Governance, Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, Stuttgart 1995.

²¹ SCHMIDT/DRUKARCZYK/HONOLD/PRIGGE/SCHÜLER/TETENS, Corporate Governance in Germany, Baden-Baden 1997.

²² FEDDERSEN/HOMMELHOFF/SCHNEIDER, aaO.

²³ HOPT/KANDA/ROE/WYMEERSCH/PRIGGE, loc.cit.

²⁴ ZHR 159 (1995) 287 ff., 325 ff. mit Diskussionsberichten 322 ff., 346 ff., sowie später S. 567 ff.

²⁵ ZHR 161 (1997) 212 ff., 368 ff. mit Diskussionsberichten 300 ff., 455 ff.

²⁶ ZGR 1998, 407 ff., 497 ff., 524 ff. mit Diskussionsberichten 490 ff., 520 ff., 547 ff., 586 ff., und Focus 589 ff.

²⁷ HOMMELHOFF/MATTHEUS, AG 1998, 249; auch Hopt, Das System der Unternehmensüberwachung in Deutschland, in: Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), Kapitalmarkt-orientierte Unternehmensüberwachung – Chancen und Risiken –, Düsseldorf 2001 (im Druck).

²⁸ Abgedruckt und kommentiert von SCHNEIDER/STRENGER, AG 2000, 106.

chen Grundsätzen abhelfen sollen und rasch Konkurrenz von einem mehr wirtschaftswissenschaftlich geprägten Berliner Initiativkreis „German Code of Corporate Governance (GCCG)²⁹ erhalten haben. Vor einigen Wochen ist auch in Deutschland von Bundeskanzler Schröder eine deutsche Corporate Governance-Kommission eingesetzt worden, deren Bericht für Mitte 2001 erwartet wird. In Mainz wird Anfang September 2000 ein Geburtstagssymposium über „Vergleichende Unternehmenskontrolle“ veranstaltet³⁰. Für Herbst 2001 ist ein großes, interdisziplinäres Symposium über Unternehmenskontrolle in Frankfurt geplant, das den Auftakt zu einem Corporate Governance-Handbuch bilden soll.

Doch nun möchte ich Ihnen, um die Dinge über die Disziplinen hinweg anschaulich zu machen, einige speziellere Fragestellungen nahe bringen, zu denen ich zusammen mit meinen Mitarbeitern am Hamburger Max-Planck-Institut gearbeitet habe und weiter arbeite. Ich trenne dabei entsprechend dem oben Gesagten zwischen Innenkontrolle und Außenkontrolle.

II.

Bei der Innenkontrolle von Unternehmen denken Laien ebenso wie juristische Fachleute meist zuerst an die Haftung der Organe der Aktiengesellschaft für Fehlverhalten und Untreue. Diese möge deshalb im folgenden exemplarisch für die Innenkontrolle stehen. Doch ist sofort ein caveat vorzuschicken. Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler warnen nämlich zu Recht davor, die Rolle der Haftung bei der Verhaltenssteuerung zu überschätzen. Diese Warnung richtet sich gegen Gesetzgeber und Öffentlichkeit ebenso wie gegen die juristische Fachwelt. Denn der erste Griff des Gesetzgebers ist heute häufig der zur Pönalisierung, und das findet fast jedesmal den Beifall von Presse und Öffentlichkeit. Die Rechtsprechung und Rechtslehre tun dann oft und schnell den zweiten Schritt und bejahen die zivilrechtliche Haftung. Die beiden entscheidenden Fragen sind demgegenüber andere. Sie werden meist erst gar nicht gestellt: Das Haftungs- und vor allem das Kriminalisierungsrisiko kann nämlich so groß sein, daß es den Bedrohten bei seiner ganzen Tätigkeit zu defensivem Verhalten veranlaßt – die Unternehmensleiter also zu allzu großer Zurückhaltung gegenüber neuen Chancen und Risiken und die Unternehmenskontrolleure zu unnützem Aufwand, Aktionismus und Eingriffen. Das Phänomen ist von der sogenannten defensive medicine aus den prozeßfreudigen Vereinigten Staaten bekannt. Umgekehrt besagt ein scharfer Haftungstatbestand, wie er für Vorstand und Aufsichtsrat nach geltendem deutschen Aktienrecht bereits besteht, wenig über seine tatsächliche Relevanz. Zu den hier einschlägigen §§ 93, 116 AktG gibt es bisher kaum Rechtsprechung. Das ändert sich erst in jüngster Zeit. Maßstäbe dazu hat das weit über die Fachkreise hinaus in Presse und Öffentlichkeit diskutierte Urteil des Bundesgerichtshofes vom 21. April 1997 in Sachen ARAG gesetzt³¹.

²⁹ Abgedruckt und Kommentiert von PELTZER/VON WERDER, AG 2001, 1.

³⁰ Symposium „Corporate Governance – European Perspectives“, 60. Geburtstag Klaus J. Hopt mit Beiträgen von LUTTER, DAVIES, HOMMELHOFF, WYMEERSCH, ZGR 2001 (im Druck).

³¹ BGHZ 135, 244. Zur Situation in der Schweiz Wiegand, Die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats, in: ders., Hrsg., Konsequenzen aus der Krise, Berner Bankrechtstag 2, Bern 1995, S. 141.

1. Das deutsche Aktiengesetz besagt, daß der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat und daß die Vorstandsmitglieder bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anwenden müssen.³² Dieser allgemeine Verhaltensstandard verdeckt zwei ganz unterschiedliche Gruppen von Verhaltenspflichten: die Sorgfaltspflichten und die allgemeine Treuepflicht des Vorstands. Bei beiden fallen erhebliche Unterschiede zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Recht auf. Das letztere ist nämlich bei den Sorgfaltspflichten (*duties of care*) großzügig, während es bei der Treuepflicht (*duty of loyalty*) bei weitem strikter, ausgeprägter und (rechts)folgenreicher als das deutsche ist. Dem entspricht es, daß das amerikanische Recht ein ungleich schärferes Augenmerk als das kontinentaleuropäische auf die Gefahren von Interessen- und Pflichtenkonflikten hat.

a) Bei den Sorgfaltspflichten kommt es darauf an, die richtige Mitte zwischen Haftung und unternehmerischem Ermessen zu finden. Das wird in den USA mit der sogenannten *business judgment rule* unternommen, mit der sich Rechtsprechung und Lehre vielfältig auseinandergesetzt haben³³. Die *business judgment rule* soll den Unternehmensleitern Sicherheit geben. Die Amerikaner nennen sie in ihrer plastischen Ausdrucksweise eine *safe harbor rule*. Trifft der *director* oder *officer* guten Glaubens eine bestimmte Entscheidung im Rahmen der Führung der Geschäfte, hat er seine Sorgfaltspflicht erfüllt, sofern nur drei Bedingungen gewahrt sind: (1) er darf kein eigenes relevantes Vermögensinteresse an der Sache haben, (2) er muß sich hinreichend über die Sache informiert haben und (3) er muß nachvollziehbar im besten Interesse des Unternehmens zu handeln geglaubt haben. Trifft eine der drei Voraussetzungen nicht zu, verbleibt es bei dem allgemeinen strengeren Standard. Das bedeutet für den Normalfall – also wenn die Anforderungen an Uneigennützigkeit, Information und Gutgläubigkeit erfüllt sind – einen Haftungsfreiraum für Unternehmensleiter bis in den Bereich der groben Fahrlässigkeit hinein.

In Deutschland ist die Frage in der Literatur und Rechtsprechung herkömmlich wenig und wenn, dann eher beiläufig behandelt worden. Das ändert sich erst in jüngster Zeit unter dem Eindruck des amerikanischen Rechts³⁴. Der deutsche Haftungstatbestand ist auch tatsächlich anders und strenger. Das unternehmerische Ermessen wird zwar bei der Bestimmung des allgemeinen Verhaltensstandards berücksichtigt, aber eben doch nur inzident und gerade nicht ausgestaltet als gesetzlich vorgesehener Haftungsfreiraum. Das macht einen ganz erheblichen dogmatischen und praktischen Unterschied aus, den die bahnbre-

³² Die folgenden Passagen unter II 1 sind meiner Arbeit: Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat – Zugleich ein Beitrag zur corporate governance-Debatte –, in Festschrift für Mestmäker, Baden-Baden 1996, S. 909, entnommen und dort näher belegt. Vgl. auch meine Kommentierung von § 93 AktG Sorgfaltspflicht und Verantwortung der Vorstandsmitglieder, in: HOPT/WIEDEMANN, Hsdg., Großkommentar 1999.

³³ Zusammenfassend American Law Institute (ALI), *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 2 vols, St. Paul 1994, §§ 4 und 5.

³⁴ Vor allem ABELTSHAUSER, *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln u.a. 1998.

chende ARAG-Entscheidung des Bundesgerichtshofes, so wie sie aus dem Bundesgerichtshof selbst verstanden wird, allerdings inzwischen verringert hat³⁵.

b) Demgegenüber ist das amerikanische Recht bei den Treuepflichten sehr streng. Das spiegelt sich in den offiziösen „Principles of Corporate Governance“ des American Law Institute wider. Dazu seien einige Beispiele gegeben, die hierzulande zu denken geben. So gibt es dort eigene, ausführliche und strenge Vorschriften über die Interessenkonflikte der Unternehmensleiter, leitenden Angestellten und Mehrheitsgesellschafter, z.B. bei Geschäften mit ihrer Gesellschaft, bei der Regelung ihrer Vergütung, beim Gebrauch von Gesellschaftsvermögen für eigene Zwecke, bei der Ausnutzung von Geschäftschancen der Gesellschaft und beim Wettbewerb mit der Gesellschaft. Eigene Kapitel bzw. Teile sind der Übertragung von Kontrollpositionen in der Gesellschaft gewidmet, wenn das Verwaltungsratsmitglied ein Eigeninteresse am Ausgang der Transaktion hat, sowie der Rolle der Verwaltungsratsmitglieder und Aktionäre bei Kontrolltransaktionen und Übernahmeangeboten.

Das deutsche Recht ist demgegenüber bei den Treuepflichten und Interessenkonflikten herkömmlich zu lax. Die Herausarbeitung dessen, was Treuepflicht und Interessenwahrung für die Gesellschaft und ihre Aktionäre praktisch bedeuten, ist in Deutschland gegenüber dem amerikanischen Recht in Rechtsprechung und Lehre weit zurückgeblieben. Das liegt unter anderem daran, daß diese Treuepflicht des Vorstands im Aktienrecht nicht selbständig entwickelt worden ist, sondern am Modell des bürgerlichrechtlichen Auftrags ausgerichtet blieb. Dort kommen indessen die wirklich relevanten, unternehmensrechtlichen Konfliktsituationen kaum vor. So ist denn die bahnbrechende Schrift meines Vorgängers am Hamburger Max-Planck-Institut Mestmäcker zu diesen Interessenkonflikten unter Einfluß und Auswertung amerikanischer Fälle und Vorstellungen konzipiert³⁶. Die Dogmatik der Interessenkonflikte im Recht der Unternehmensleiter³⁷ ist erst in jüngerer Zeit von der Diskussion im Bankrecht fortgeführt und beeinflußt worden³⁸. Die Regelung der Verhaltenspflichten und Interessenkonflikte nach dem Wertpapierhandelsgesetz 1994 für die Banken und Wertpapierdienstleister sind ein großer Schritt nach vorne. Zuletzt hat sich einer mei-

³⁵ Näher der zuständige Berichterstatter aus dem II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofes GOETTE, Leitung, Aufsicht, Haftung – zur Rolle der Rechtsprechung bei der Sicherung einer modernen Unternehmensführung, in: Festschrift aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens von Bundesgerichtshof, Bundesanwaltschaft und Rechtsanwaltschaft beim Bundesgerichtshof, Köln, u.s. 2000, S. 123; auch HENZE, BB 2001, 53(57).

³⁶ MESTMÄCKER, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, S. 152 ff., 209 ff.

³⁷ Dazu HOPT, Self-Dealing und Use of Corporate Opportunity and Information: Regulating Directors' Conflicts of Interest, in: Hopt/Teubner, eds., Corporate Governance and Director's Liabilities, Berlin, New York 1985, p. 285; WIEDEMANN, Organverantwortung und Gesellschafterklagen in der Aktiengesellschaft, Rheinisch-Westfälische Akademie der Wissenschaften, Vorträge G 296, Opladen 1989.

³⁸ HOPT, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 108 ff, 440 ff; ders., Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht, Festschrift für Heinsius, Berlin 1991, S. 289.

ner Schüler, Grundmann, in seiner Münchener Habilitationsschrift mit der Dogmatik der fremdnützigen Interessenwahrung befaßt³⁹, war doch die Treuhand von der deutschen Dogmatik herkömmlich nur als sachen- und insolvenzrechtliches Problem angesehen worden.

2. Die deutsche Rechtswissenschaft trennt gebietsmäßig und an der Universität streng zwischen materiellem und Prozeßrecht, viel strenger als das in den USA getan wird. Das verführt dazu, Bedeutung und Auswirkung materieller, privatrechtlicher Normen ohne hinreichende Berücksichtigung der tatsächlichen Durchsetzung und Durchsetzungsmöglichkeiten zu beurteilen. Das zeigt sich auch bei der Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat, die wie erwähnt in Deutschland relativ selten vor die Gerichte gekommen ist, auch wenn sich das allmählich ändert.

Aktionäre haben bei Pflichtverstößen des Vorstands regelmäßig keine eigenen Ansprüche gegen diesen. Das mag dem juristischen Laien nicht ohne weiteres einleuchten, hat aber seine guten Gründe. Es genügt, dazu auf die möglichen Konsequenzen solcher eigenen Ansprüche in einer großen Publikumsgesellschaft mit vielen Tausenden von Aktionären hinzuweisen: So haben DaimlerChrysler 1.900.000 Aktionäre, Volkswagen 728.000 Aktionäre, Siemens rund 600.000 und die Deutsche Bank rund 540.000 (alle Zahlen von 2000)⁴⁰. Ansprüche wegen unsorgfältiger oder ungetreuer Geschäftsführung hat vielmehr die Gesellschaft, und ihre Ansprüche macht der Aufsichtsrat geltend. Aber tut er das wirklich? Die Pflicht, Schadenersatzansprüche der Gesellschaft gegen den Vorstand geltend zu machen, hat erst das bereits erwähnte Urteil des Bundesgerichtshofes im ARAG-Fall unmißverständlich klar gestellt, vorausgesetzt der Anspruch liegt auf der Hand und ist durchsetzbar. Wäre es aber unter dem Haftungsaspekt der Unternehmenskontrolle nicht vielleicht wünschenswert, daß auch die Aktionäre den Schadenersatzanspruch der Gesellschaft geltend machen können, jedenfalls dann, wenn dies sonst unterbleibt. Das wäre eine Art Notgeschäftsführungsrecht des einzelnen Aktionärs. Eine solche Aktionärs Einzelklage ist tatsächlich für besondere Fälle im deutschen Konzernrecht vorgesehen, also für die abhängige Aktiengesellschaft im Unternehmensverbund. In Ausnahmefällen hat die Rechtsprechung eine Klage der Aktionäre – sei es als Klage aus der Mitgliedschaft, sei es als Gesellschafterklage – auch dann als zulässig angesehen, wenn der Vorstand rechtswidrig in die Kompetenzen der Hauptversammlung übergreifen hat. Manche meinen, eine solche Klage des Einzelaktionärs müsse schon nach geltendem Recht auch in der selbständigen Aktiengesellschaft dann zulässig sein, wenn im konkreten Fall ähnliche Umstände vorliegen wie im Konzernrecht⁴¹. Die herrschende Lehre⁴² im deutschen Aktienrecht hält

³⁹ GRUNDMANN, Der Treuhandvertrag im System des deutschen Privatrechts – insbesondere die werbende Treuhand – Habilitationsschrift 1995.

⁴⁰ Quelle: DAI-Factbook 2000, Frankfurt 2000, unter 08.5-1, 2000.

⁴¹ WIEDEMANN, Organverantwortung und Gesellschafterklagen, aaO, S. 40 ff.

⁴² Darüber, was herrschende Lehre in der Rechtswissenschaft und im Rechtsleben bedeutet, ließe sich ein eigener Vortrag halten. Vgl. anregend DAUGHETY/REINGANUM, Stampede to Judgment: Persuasive Influence and Herding Behavior by Courts, American Law and Economics Review 1 (1999) 158.

dagegen, daß dann Minderheiten oder gar Einzelaktionäre in das unternehmerische Ermessen des Vorstands eingreifen und die Gesellschaft in Rechtsstreitigkeiten verwickeln könnten, bei denen diese selbst dann zu Schaden kommt, wenn sie obsiegt⁴³. Man denke nur an die schädliche Publizität eines solchen Prozesses und die bei der Dauer deutscher Prozesse leicht mögliche, jahrelange Bindung von Ressourcen des Unternehmens.

Die Wahrheit liegt, wie so oft, in der Mitte. So sieht das auch der deutsche Gesetzgeber. Wenn die Hauptversammlung der Aktionäre, also die Mehrheit, nicht bereit ist, nach dem Rechten zu sehen und die Ansprüche gegen den Vorstand geltend machen zu lassen, kann sich eine bestimmte Minderheit von Aktionären zusammenfinden und in die Bresche springen, um die Ansprüche der Gesellschaft geltend zu machen. Ein solches Minderheitenrecht gibt es bei der Bestellung von Sonderprüfern ebenso wie bei der Geltendmachung von Ersatzansprüchen. Der Gesetzgeber hat dazu bei der Geltendmachung von Ersatzansprüchen die Schwellenwerte auf DM 500.000 festgesetzt und zugleich das Kostenrisiko der Minderheit gesenkt. Die Minderheit kann dann durch das Gericht besondere Vertreter bestellen lassen, sofern Tatsachen vorliegen, die den dringenden Verdacht rechtfertigen, daß der Gesellschaft durch Unredlichkeiten oder grobe Verletzungen des Gesetzes oder der Satzung Schaden zugefügt worden ist.

Das geht vielen nicht weit genug. Sie sehen dringenden Reformbedarf und plädieren für die Zulassung einer Klage jedes einzelnen Aktionärs namens der Gesellschaft, um fehlerhaftes Verhalten des Vorstands oder Aufsichtsrats zu sanktionieren. Das ist tatsächlich die Haltung des US-amerikanischen Rechts. Ein Individualklagerecht des Aktionärs gibt es aber auch in der Schweiz und in anderen Ländern. Auch die Law Commission in England hat sich 1997 dafür ausgesprochen.

Andere halten dagegen, daß dies ein Freibrief für sogenannte räuberische Aktionäre wäre, die erpresserische Klagen erheben und sich dann insgeheim abkaufen lassen. In einem berüchtigten Fall aus dem Jahr 1988 hatte der Kläger rechtzeitig vor der Hauptversammlung drei Aktien zu weniger als DM 1.000 erworben, die Beschlüsse der Hauptversammlung durch Anfechtungsklage blockiert und sich dann die Klage für DM 1.5 Mio. abkaufen lassen. Der Aktienrechtler Lutter, der sich bei der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz engagiert hat, hat dazu damals die Rechnung aufgemacht, daß allein der Zinsverlust für die Gesellschaft, wenn eine beschlossene Kapitalerhöhung von DM 50 Mio. nicht in das Handelsregister eingetragen werden kann, pro Monat zwischen einer halben bis einer dreiviertel Million DM beträgt⁴⁴. Die Gesellschaft handelt also, wenn sie Lösegeld zahlt, ökonomisch durchaus rational. Das gilt auch ohne die damalige, auf der Handelsregistersperre beruhende Zwangslage. Denn die Vorstände wollen und sollen für die Aktionäre Geld erwirtschaften und nicht ihre Zeit im Gerichtssaal verbringen.

⁴³ MERTENS, Organhaftung, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider, aaO, S. 155 (159).

⁴⁴ LUTTER, Zur Abwehr räuberischer Aktionäre, in: Festschrift 40 Jahre Der Betrieb, Stuttgart 1988, S. 193 (194), unter der damaligen Rechtslage.

Wie Sie sehen, stehen sich hier zwei ganz unterschiedliche Philosophien gegeneinander. Beide Seiten haben Argumente, die sich hören lassen können. Die Problematik der Aktionärsklage ist kontrovers auf dem ZHR-Symposion 1999 behandelt worden⁴⁵. Sie wird auch Thema des nächsten Juristentages im September 2000 in Leipzig sein. Man kann gespannt sein, was dort diskutiert und letztendlich dem Gesetzgeber vorgeschlagen werden wird⁴⁶. Ich kann mir allerdings kaum vorstellen, daß sich die Mehrheit für die Individualklage wird erwärmen können, auch wenn das bei geeigneten Kautelen gegen Mißbrauch durchaus praktikabel wäre und vor allem im internationalen Vergleich und für die Bewertung an den Finanzmärkten den großen Vorteil hätte, daß wir dann in Deutschland vom Grundsatz her denselben großzügigen Aktionärsschutz hätten wie in anderen Systemen. Auf der anderen Seite mag die Lösung naheliegen vorzuschlagen, die genannten Schwellenwerte des Gesetzes weiter herunterzusetzen, als das sich das der Gesetzgeber der Aktienrechtsreform 1998 in seiner Vorsicht getraut hat. Das wäre ein verständlicher Kompromiß, aber doch nur ein Kurieren am Detail. Aktionärsschutz und Anlegerschutz sind heute – gerade auch international gesehen – sehr viel mehr als ein systemischer, institutioneller Schutz. Sie müssen, ohne daß damit die Frage der Haftung bagatellisiert werden soll, primär mit marktrechtlichen Mechanismen bewältigt werden.

III.

1. Die letzte Bemerkung leitet bereits über zum dritten Teil meiner Überlegungen, der unternehmensexternen Unternehmenskontrolle. Das führt uns von der Aktiengesellschaft als Organisation (so die deutsche Lehre) oder als Netz von Vertragsbeziehungen (network of contracts, so die US-amerikanische) weg zu den Märkten: also den Börsen, den Kapitalmärkten und dem Markt für Unternehmenskontrolle. Daß unternehmensinterne und unternehmensexterne Einflußfaktoren auf die Unternehmensleitung nicht sauber auseinanderdividiert werden können, zeigt schon die für Deutschland typische Einbindung der Banken in die großen Aktiengesellschaften. Die vier dabei auftretenden, bekannten Problemfelder liegen zwischen Organisation und Markt. Es sind die Aufsichtsratsmandate der Banken, die Bankenbeteiligungen in Industrie und Handel, das Vollmachtsstimmrecht (in Presse und Öffentlichkeit meist immer noch als Depotstimmrecht bezeichnet, obwohl das Entscheidende die Vollmacht des Aktionärskunden ist) und die Einbeziehung der deutschen Kapitalanlagegesellschaften (unscharf: Investmentfonds) in die Bankenkonglomerate als Bankentöchter. Zu all diesen Problemen gibt es eine umfassende

⁴⁵ Diskussionsbericht zu den Vorträgen von ULMER, KRIEGER UND SÜNNER in ZHR 163 (1999) 377.

⁴⁶ Die Beschlüsse des 63. Deutschen Juristentages Leipzig 2000 liegen inzwischen vor, NJW Beilage zu Heft 3/2001. Beschlossen wurde, dem Gesetzgeber die gesetzliche Verankerung der business judgment und die deutliche Herabsetzung der Schwellen für die Aktionärsklage zu empfehlen. Ein Individualklagerecht des Aktionärs hat die Mehrheit jedoch gegen eine starke Minderheit abgelehnt.

Literatur teils rechtlich-dogmatischer Art, teils ökonomisch-funktionaler Ausprägung. Dazu müßte ich sehr technisch werden, was in diesem Rahmen nicht sinnvoll wäre.⁴⁷

Für die Diskussion über die Unternehmenskontrolle, zumal für die komparative, ist jedoch der Umstand entscheidend, daß erst das Zusammenspiel von interner und externer Kontrolle ein unverfälschtes Bild des in einem bestimmten Land verwirklichten Unternehmenskontrollsystems erkennen läßt. Aus diesem Grund sind in dem bereits erwähnten Band des Max-Planck-Instituts über Comparative Corporate Governance nach geschichtlichen Beiträgen, welche die Pfadabhängigkeit der verschiedenen Systeme der Unternehmenskontrolle illustrieren, sieben einzelne Teilkomponenten (building blocks) von Systemen der Unternehmenskontrolle behandelt, nämlich 1. Vorstand und Aufsichtsrat bzw. der in anderen Ländern einheitliche Board, 2. Arbeitnehmermitbestimmung und Arbeitsmärkte, 3. Banken und andere Finanzmittler, 4. Kapitalmärkte und Wagniskapital, 5. der Markt für Unternehmenskontrolle, 6. Publizität und Abschlußprüfung und 7. Kreditgeber als Faktor der Unternehmenskontrolle.

Aus der herkömmlichen Sicht der deutschen Rechtswissenschaft hat beinahe jeder dieser Bereiche sein juristisches Eigenleben und wird normalerweise separat behandelt und weiterentwickelt, ganz ohne Blick auf die jeweils anderen. So sind, um nur ein Beispiel zu geben, Vorstand und Aufsichtsrat im Aktiengesetz geregelt und alleinige Domäne des Aktienrechts. Die Arbeitnehmermitbestimmung wird teilweise, nämlich soweit es um die Vertretung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat geht, von den Aktienrechtlern mitbehandelt, gehört aber auch zum Arbeitsrecht, während die betriebliche Mitbestimmung und die Arbeitsmärkte ganz Sache der Arbeitsrechtler sind. Ähnliches ließe sich für die Banken und Finanzmittler zeigen. Den ganzen Bereich der Rechnungslegung haben die deutschen Juristen ohnehin schon vor langem und wohl unwiderbringlich an die Ökonomen abgegeben, von einigen wenigen Spezialisten aus dem Fach abgesehen. Das erweist sich heute mehr denn je als ein Nachteil, vollzieht sich doch inzwischen auf europäischer Ebene bei der Rechnungslegung nichts weniger als eine Zeitenwende hin zu internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, bei der der juristische Beitrag etwa zur anstehenden Rechtsangleichung, aber auch überhaupt die deutsche Stimme nur matt zu hören sind.

Es wäre nun natürlich reizvoll für mich, Sie mit diesen sieben Teilkomponenten und ausgewählten Problemen bekannt zu machen. So stellt beispielsweise die Mitbestimmungsfrage die Theorie und Praxis der Unternehmenskontrolle vor zahlreiche Fragen, die auch nach den Arbeiten der Mitbestimmungskommission der Bertelsmann-Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung 1998, die – wenig überraschend – den Status quo verteidigen, der Klärung harren⁴⁸. Die US-amerikanische Wirtschaftspraxis und ökonomische Theorie und die deutsche stehen sich dazu diametral gegenüber. Doch mag das kein Thema für einen Festvortrag sein, gerät dabei doch der bundesdeutsche Hausfrieden leicht in Gefahr.

⁴⁷ Zur Einführung vgl. HOPT, Industriebeteiligungen und Depotstimmrecht der Großbanken als Problem des corporate governance, in: Koslowski, Hrsg., Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs, Heidelberg 1999, S. 111.

⁴⁸ Dazu demnächst SADOWSKI/JUNKES/LINDENTHAL, ZGR 2001 (im Druck).

Stattdessen will ich einige kurze Bemerkungen zum dritten Baustein der Unternehmenskontrolle, den Banken und anderen Finanzmittlern, machen. Die Diskussion um den Einfluß der deutschen Kreditinstitute auf die Aktiengesellschaften wird seit langem geführt und hat nichts an Schärfe verloren. Zuletzt standen sich die Kontrahenten bei der Vorbereitung des Aktienrechtsreform 1998 unversöhnlich gegenüber. Dabei wurde von ganz unterschiedlicher Warte aus bis zuletzt versucht, die „Macht der Banken“⁴⁹ doch noch gesetzlich zu beschränken. Die Motive dafür waren reichen von höchstpersönlichen Erfahrungen, über ideologische und Wahlkampfmotive bis hin zu ernst zu nehmenden, ordnungspolitischen und systemkomparativen Überlegungen. Für die letzteren steht vor allem die Monopolkommission. Das ist hier nicht nachzuzeichnen, zumal inzwischen eine ganze Reihe empirischer Befunde vorliegen, die eine nüchterne Rechtspolitik nicht außer Acht lassen dürfte.⁵⁰

Meines Erachtens hatte der deutsche Gesetzgeber Recht, wenn er sich diesen weitreichenden Reformpetita verschlossen hat, und es steht auch nur zu hoffen, daß die neuerlich aufgeflamnte Reformdebatte, die ihren Mittelpunkt in der Regierungskommission „Corporate Governance“ sucht, daran nichts Wesentliches zu ändern vorschlägt. Eine in der Forschung zur vergleichenden Unternehmenskontrolle verbreitete Theorie besagt nämlich Folgendes: Die Kontrolle der Unternehmensleitungen durch die Eigenkapitalgeber, namentlich die institutionellen, an den Kapitalmärkten und am Markt über Unternehmenskontrolle, wie sie in den USA und anderen Ländern vorherrscht, wird in Deutschland, wo all dies unterentwickelt ist, zumindest teilweise durch die Rolle der Banken kompensiert. Danach wäre eine überhastete, gesetzliche Zurückdrängung des Einflusses der Banken auf die großen Unternehmen untauglich, ja möglicherweise geradezu kontraproduktiv – jedenfalls solange sie nicht einhergeht mit einer raschen und starken Entwicklung der Börsen, Kapitalmärkte und Unternehmenskontrollmärkte.

Im übrigen zeigen gerade die Entwicklungen der letzten Monate, daß es mit der Macht der deutschen Universalbanken offensichtlich nicht so weit her ist. Man braucht gar nicht erst an den gescheiterten merger of equals der Deutschen Bank und der Dresdner Bank zu denken, der für die Reputation der deutschen Banken und Manager im Ausland erheblichen Flurschaden angerichtet hat. Vielmehr ist offenbar, daß die Investmenbanken sehr viel profitabler als die klassischen deutschen Banken sind und daß der internationale Wettbewerb den letzteren ganz erheblich zu schaffen macht. Die Deutsche Bank hat das am schnellsten erkannt und bewegt sich in ihrer Unternehmens- und Konzernpolitik am konsequentesten auf eine global tätige Investmentbank zu.

⁴⁹ Vgl. TANNER, „Bankenmacht“: politischer Popanz, antisemitischer Stereotyp oder analytische Kategorie? Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 43 (1998) S. 19.

⁵⁰ Einführend HOPT, Corporate Governance und deutsche Universalbanken, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider, aaO, S. 243; bahnbrechend EDWARDS/FISHER, Banks, finance and investment in Germany, Cambridge 1994. Ferner PRIGGE, A Survey of German Corporate Governance, in: HOPT/KANDA/ROE/WYMEERSCH/PRIGGE, loc.cit., p. 943 at 1020-1024; FRÜH, Die Rolle der Banken in der Corporate Governance, Ein Erklärungsansatz der Neuen Institutionellen Ökonomie, Bern u.a. 1999.

2 a) Aktiengesellschaften und ihr Management werden vor allem an der Börse bewertet. Der Börsenpreis ist, wenn er sich ohne Verfälschung bilden kann, der Indikator dafür, wie deren Leistungen am Markt bewertet werden, das heißt: was sie (am Markt) wert sind. Börsen, Börsenregeln und Börsenrecht stehen deshalb im Zentrum der Diskussion um die Außenkontrolle. Diese Außenkontrolle ist besonders in den USA und in Großbritannien, aber auch in anderen modernen Industriestaaten mit institutionalisierten Kapitalmärkten hoch entwickelt. Sie ist eine unerläßliche Ergänzung der Innenkontrolle, in vielen Fällen sogar wirksamer als diese, so vor allem in den großen Publikumsgesellschaften ohne Paket- und Großaktionäre, in denen die Innenkontrolle nur unter besonderen Bedingungen und institutionellen Gegebenheiten funktioniert.

Das deutsche Börsengesetz stammt trotz zahlreicher Reformen im Kern noch aus dem Gedankengut des 19. Jahrhunderts. Auch die Reformen sind weitgehend durch europäische Richtlinien vorgegeben und angestoßen worden. Eine grundlegende Börsenreform ist in Deutschland überfällig. Das Hamburger Max-Planck-Institut hat dazu im Auftrag des Bundesfinanzministeriums 1997 ein großes, zusammen mit Ökonomen erarbeitetes, umfassend rechtsvergleichendes Gutachten veröffentlicht. Es hat damit eine breite Diskussion ausgelöst, die – wie angesichts der in Frage gestellten Besitzstände, aber auch der Schwierigkeit der Sachfragen und der internationalen Zwänge nicht anders zu erwarten – durchaus kontrovers verläuft. Das kann hier nicht näher dargestellt werden⁵¹. Es steht aber zu erwarten, daß der Gesetzgeber sich der Problematik in dieser oder der nächsten Legislaturperiode annehmen wird.

Börsengesetz und Börsenrecht sind nicht alles. Die internationalen Erfahrungen der Börsen und mit den Börsen zeigen, daß diese auf dem Gebiet der Unternehmenskontrolle auch selbst einen aktiven Beitrag bei der Normbildung leisten können, nämlich bei der außergesetzlichen durch Empfehlungen, Kodices und Börsenselbstverwaltungsregeln. Statt vieler solches Kodices sei hier nur der britische Hampel Report vom Januar 1998 erwähnt. Er hat wichtige Empfehlungen zur Unternehmenskontrolle entwickelt. Sie betreffen unter anderem Regeln für die Unternehmensleiter und für ihre Bezahlung, das Verhalten der institutionellen Anleger vor und in der Hauptversammlung und die Rechnungslegung. Diese Regeln sind zwischenzeitig von der London Stock Exchange als Anhang zu ihren Zulassungsregeln übernommen worden. Schon Diderot berichtet aus seiner Reise nach Holland 1744: „Trade rules are excellent because they have not been instituted by soldiers, priests, magistrates or courtiers but by the tradesmen themselves.“⁵²

⁵¹ HOPT/RUDOLPH/BAUM, eds., Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997, Kurzfassung in: HOPT/BAUM, WM Sonderbeilage 4/1997. Dazu u.a. HELLWIG, ZGR 1999, 781 und CLAUSSEN, ZBB 2000, 1. Auch Monopolkommission, Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem, Sondergutachten 1998, Tz. 69 ff (S. 26). Vgl. auch BAUMS/SEGNA, Börsenreform, 1998 (Gutachten für die Regionalbörsen).

⁵² Vgl. (PETERS) Committee on Corporate Governance, Recommendations on Corporate Governance in the Netherlands, Amsterdam, June 25, 1997.

Deutschland hat zwar ebenfalls eine Tradition der Selbstverwaltung der Börsen und ist auch gut damit gefahren.⁵³ Dem stehen aber ausgesprochen schlechte Erfahrungen mit den freiwilligen Insiderhandelsrichtlinien und letztlich auch mit dem deutschen Übernahmekodex gegenüber, der entgegen den Erwartungen der Banken und vieler großer Unternehmen nicht flächendeckend akzeptiert worden ist mit der Folge, daß ein Übernahmegesetz schon aus diesem Grunde unerläßlich geworden ist. Die Akzeptanz der Selbstverwaltung ist danach in Großbritannien und in Deutschland ganz unterschiedlich. Den Gründen hierfür nachzugehen, wäre reizvoll, würde aber weit in die Geschichte des Landes, in die Sozialwissenschaften und möglicherweise in die Psychologie hineinführen. Auch ohne mich auf diese Gebiete zu wagen, läßt sich doch feststellen, daß Selbstverwaltung ohne Fremdkontrolle und letztlich staatliche Durchsetzung nicht funktioniert. In diese Richtung deuten sowohl die Theorie der freiwilligen Selbstkontrolle, die allerdings noch erhebliche Defizite aufweist,⁵⁴ als auch Erfahrungen aus Großbritannien⁵⁵ selbst. Das legt es nahe, die OECD-Leitsätze und die beiden konkurrierenden deutschen Kodices zur Unternehmenskontrolle zwar ernst zu nehmen, aber sie auch nicht zu überschätzen. Sie werfen nach Ansatz und Inhalt Probleme auf, die noch nicht ausdiskutiert, geschweige denn gelöst sind.

b) Die Börsen stehen ihrerseits unter erheblichem Druck und im Umbruch. Die letztlich gescheiterte Fusion der Deutsche Börse und der London Stock Exchange ist nur ein Zeichen dafür. Über die Gründe für dieses Scheitern mag man streiten. Sicher ist jedenfalls, daß es auf Dauer nicht ohne eine internationale Konsolidierung abgehen wird, mag diese auch eher in Richtung einer Kooperation als nachgerade einer Fusion gehen. Macht man sich nämlich klar, daß die Börsen nichts anderes als Unternehmen sind, die den für diese geltenden ökonomischen Gesetzen unterliegen – in Deutschland wollen dies viele, die aus unterschiedlichen Gründen am Status quo hängen, nicht wahrhaben –, dann stehen beide vor den gleichen Herausforderungen des europäischen und internationalen Wettbewerbs.

Dieser Wettbewerb kommt auch von anderer Seite, die der Gesetzgeber des im Kern über 100 Jahre alten Börsengesetzes nicht sehen konnte, den, wie sie laienhaft genannt werden, Computerbörsen (technisch: proprietäre Handelssysteme). Diese machen sich die modernen technischen Möglichkeiten zunutze, kommen ohne einen festen Standort wie herkömmlich die Börsen aus und drängen nachhaltig in das Geschäft. Sie markieren den Übergang von der Börse zum Kapitalmarkt und stellen den Gesetzgeber und die nationalen Börsenaufsichten vor schwierige Probleme. Eben dieser Kapitalmarkt ist auf Dauer möglicherweise nicht weniger wichtig für die Unternehmenskontrolle als die Börse. Das ist,

⁵³ HOPT/BAUM, Börsenrechtsreform in Deutschland, in: HOPT/RUDOLPH/BAUM 4 Börsenreform, aaO, S. 187, 367 ff.

⁵⁴ Dazu HOPT, ZHR 161 (1997) 368, 396 ff; KIRCHNER/EHRICKE, AG 1998, 105 und zuletzt HOPT, Self-Regulation in Banking and Finance – Practice and Theory in Germany –, in: La Déontologie bancaire et financière/The Ethical Standards in Banking & Finance, Bruxelles 1998, p. 53.

⁵⁵ CHEFFINS, Company Law: Theory, Structure, and Operation, Oxford 1997, p. 364-418.

was die Wechselwirkungen von Aktionärsschutz und Anlegerschutz und von Aktienrecht und Kapitalmarktrecht angeht, vor kurzem näher ausgeführt worden⁵⁶. Das bedeutet dann auch, daß das bisherige deutsche Kapitalmarktrecht, das herkömmlich ganz im Schatten des Börsenrechts gestanden hat, neue Aufgaben bekommt und vor allem daß die Zuständigkeit des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, die immer noch eine auf wenige Gebiete begrenzte ist, auf den ganzen Kapitalmarkt und alle dabei auftauchenden Probleme erstreckt werden muß. Man denke nur an die Probleme der Kursmanipulation, die vor kurzem auch die Öffentlichkeit erregt haben.⁵⁷

c) Last not least braucht Deutschland dringend einen Markt für Unternehmenskontrolle.⁵⁸ Daran führt aus Gründen des Standorts ebenso wie aus solchen der corporate governance kein Weg vorbei. Dieser Markt für Unternehmenskontrolle kann sich nur richtig entwickeln und international attraktiv werden, wenn bestimmte rechtliche Rahmenregeln vorhanden sind. Diese müssen dem internationalen Standard entsprechen. Ob diese Rahmenregeln europäisch vorgegeben werden, was wünschenswert wäre, ist nicht sicher. Zur 13. EG-Richtlinie über Übernahmeangebote zeichnet sich zwar nun doch der Durchbruch ab, da den letzten Informationen aus Brüssel zufolge das von Spanien hochgespielte Gibraltarproblem gelöst werden konnte. Aber ob der damit gesicherte Gemeinsame Standpunkt des Rates auch im Europäischen Parlament Gegenliebe findet, bleibt abzuwarten, wenngleich zu hoffen. Der Kompromiß zur 13. Richtlinie gehörte zu den langwierigsten und schwierigsten, die dort auf dem Gebiet der Rechtsangleichung geknüpft worden sind. Ihn wieder aufzulösen, ist leicht, ihn wieder zusammenzuknüpfen dagegen beinahe ausgeschlossen. Die 13. Richtlinie könnte daran endgültig scheitern. Das deutsche Übernahmegesetz ist aber, wie dieser Vortrag gezeigt hat, auch ganz unabhängig von europäischen Vorgaben notwendig und wird auch spätestens im Verlaufe des Jahres 2001 kommen. Das ist für die deutsche Unternehmenskontrolle eine gute Nachricht.

⁵⁶ MÜLBERT, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1995; MÖLLERS, ZGR 1997, 334; ders AG 1999, 433.

⁵⁷ Dazu HOPT/WASCHKEIT, „Stabilisation and Allotment - A European Supervisory Approach“ – Stellungnahme zum FESCO-Konsultationsdokument vom 15.9.2000, 2. Festschrift für Lorenz, München 2001 (im Druck).

⁵⁸ Zur Entwicklung in Deutschland HOPT, ZHR 161 (1997) 368, ZGR 2000, 779 (787 ff), sowie: Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz - Gemeinsamer Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie und Diskussionsentwurf des Übernahmegesetzes, in: Festschrift für Koppensteiner, Wien 2001 (im Druck).